Gönderim Tarihi: 01.012.2017

Kabul Tarihi: 30.03.2018

**ŞİRKET BAŞARISI VE BORSADA İŞLEM GÖRMESİNE
GÖRE TEPE YÖNETİCİSİ DEĞİŞİM ORANI FARKLILAŞIR MI ?
İSO 500 ŞİRKETLERİNDE BİR ARAŞTIRMA**
**Does the Ceo Turnover Rate Change According to Firm Success and
Stock Exchange Listing ? A Research on ISO 500 Firms**

Özgür ATILGAN

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Kültür Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
o.atilgan@iku.edu.tr

Çalışmanın Türü: Araştırma
ORCID ID: 0000-0003-0043-0775

Öz

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’ de İSO 500 şirketlerinde tepe yöneticisi değişimi, şirketlerin borsada işlem görmesi ve şirket başarısı arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Çalışmada 210 İSO 500 şirketinin 2007-2017 döneminde (10 yıl boyunca) tepe yöneticisi değiştirme oranı tespit edilmiş ve bu ortalama ile İSO 500 başarı sırası arasındaki ilişki incelenmiştir. Sonuçlar, ilk çeyrekte yer alan İSO 500 şirketlerinin tepe yöneticisi değiştirme oranının, İSO 500 listesinde son çeyrekte yer alan şirketlere göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Ayrıca, İSO 500 listesinde bulunan borsa şirketlerinin tepe yöneticisi değiştirme oranının İSO 500 listesinde bulunan ancak borsada yer almayan şirketlere göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Tepe yöneticisi değişimi, şirket başarısı, İSO 500

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between CEO change ratio, enrollment in stock Exchange and firm success in ISO 500 list.. Results indicate that, CEO change ratio of ISO 500 firms which are in the first quarter of ISO 500 list is higher than the CEO change ratio of ISO 500 firms which are in the last quarter of ISO 500 list. Besides that, the CEO change ratio of ISO 500 firms which are also in BİST (İstanbul Stock Exchange) is higher than CEO change ratio of ISO 500 firms which are not in BİST.

Keywords: CEO change, firm success, ISO 500

Giriş

Şirketlerde, üst yönetim takımı, şirketin misyonunu, vizyonunu, amaçlarını belirleyen ve şirketin önceden kararlaştırılan hedeflere ulaşmasını sağlamakla yükümlü olan yönetici grubudur. Tepe yöneticisi, ise üst yönetim takımının başında olan ve şirket için stratejik kararlar vererek bu kararların neticesine bağlı olarak ortaya çıkan şirket performansından birinci derecede sorumlu olan yöneticidir. Tepe yöneticisi denilince Türkiye’ de akla gelen ilk unvan “CEO” (Chief Executive Officer) olmaktadır. Türkçe tam karşılığı olmayan bu unvan, Türk şirketlerinde Türkçe ismi ile genel olarak “murahhas yönetici”, “icra kurulu başkanı” ya da “genel müdür”, olarak kullanılmaktadır (Koçel, 2011, s.195). Ancak, hangi anlamda

kullanılırsa kullanılsın tepe yöneticisi şirketin yönetim kuruluna ve paydaşlarına karşı tüm sorumluluğunu üstlenen ve aktif olarak şirketin yönetiminde bulunan en üst kademe yöneticiyi ifade etmektedir. Tepe yöneticisinin şirket performansını nasıl etkilediği konusu, araştırmacılar için her zaman ilgi çekici bir konu olmuştur (Shen & Canella, 2002, s.720). Dolayısıyla, şirket performansını olumlu ya da olumsuz etkileyen unsurların başında, tepe yöneticinin aldığı kararlar ve şirket faaliyetleri üzerindeki müdahaleler gelmektedir. Bunun yanı sıra, literatürde tepe yöneticisi değişimi ve şirket başarısı arasında genellikle negatif yönlü bir ilişki olduğuna dair görüş bulunmaktadır (Puffer & Weintrop, 1991, s.1). Ancak, sayıları az da olsa tepe yöneticisi değişimi ve şirket başarısı arasında pozitif yönlü ilişki tespit eden çalışmalar da bulunmaktadır. Bu bağlamda, bu çalışmada İSO 500 şirketlerinin 2007-2017 döneminde (10 yıl boyunca) tepe yöneticisi değiştirme oranı tespit edilmiş ve bu oran ile İSO 500 başarı sırası arasındaki ilişki incelenmiştir. Literatürde, Türkiye dışında tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı ilişkisini inceleyen birçok çalışma bulunmasına rağmen Türkiye’de bu konu ile ilgili yapılan ampirik çalışma sayısı az olup, bu çalışmalar yalnızca borsa şirketleri üzerinde yapılmıştır. Bu nedenden ötürü, bu çalışmanın tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisini farklı bir örneklem üzerinde analiz etmesi bakımından özellikle Türk işletme literatürüne katkı yapabileceği öngörülmektedir.

Kavramsal Çerçeve

Tepe Yöneticisi

Şirketlerde üst yönetim takımı genelde üst düzey yöneticilerden oluşan bir yönetici takımını ifade etmektedir. Bu yönetici grubuna, CEO, genel müdür, genel müdür yardımcıları, direktörler, koordinatörler ve diğer üst düzey yöneticiler dahildir (Xin, Tsui & Hambrick, 1999, s. 55). Üst yönetim şirketin vizyonunu, misyonunu, amaçlarını ve stratejisini belirlemede önemli rol oynamakta ve bunların da ötesinde şirketin belirlediği stratejiyi uygulama ve önceden kararlaştırılan hedeflere ulaştırma ile yükümlü olan bir gruptur (Ensley, Pearson & Amason, 2002, s.367). Üst yönetim takımına dahil olan tüm yöneticiler şirket faaliyetlerinde üstlendikleri icra gücü ve liderlik vasıflarıyla ön plana çıkmaktadırlar. Üst yönetim takımı üstlendiği liderlik rolü ile, astlarına esin kaynağı olmaları ve onlarla fikir alışverişinde bulunmaları, şirket içinde sağlıklı ilişkiler geliştirilmesi, çalışanlar arasında işbirliği sağlanması, şirketin öz değerlerinin ve normlarının tüm çalışanlar tarafından benimsenmesi, organizasyonun tüm üyelerine mentorluk yapılması, takım çalışmasının sağlanması, etkili kriz yönetimi ve ortak çalışma maneviyatının korunması gibi konulara odaklanmaktadır (Khandawalla, 2004, s.14).

Şirketlerde üst yönetim takımındaki pozisyonların sayısı şirketin büyüklüğüne bağlı olarak değişim göstermektedir. Örnek vermek gerekirse, tipik bir küçük ve orta büyüklükteki bir şirketin üst yönetiminde sadece kurucu patron yer alırken, daha büyük şirketler bir genel müdüre ve birkaç tane genel müdür yardımcısına sahip olabilmektedir. Anonim şirketlerde ise, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ilaveten yönetim kurulu da bulunmaktadır (Fry, Stoner & Hattwick, 2009, s.517).

Tepe yöneticisi ise, üst yönetim takımının başında olan ve şirket için stratejik kararlar vererek bu kararların neticesine bağlı olarak ortaya çıkan şirket performansından birinci derecede sorumlu olan yöneticidir. Bununla birlikte Türk şirketleri uluslararası düzeyde iş yapmaya başladıkça Türkiye’de anlaşılan unvanlar yerine tepe yöneticisi için CEO (Chief Executive Officer) terimini kullanmayı tercih etmektedir. CEO teriminin tam Türkçe karşılığı olmamakla birlikte “ murahhas yönetici” ya da “ icra kurulu başkanı” yani bir şirketin aktif olarak yönetiminde bulunan en üst kademe yöneticiyi ifade etmektedir. CEO, diğer icracı durumundaki yöneticiler ile şirketin günlük yönetimine katılan yöneticilerin başkanı durumunda olup, şirketin uzun vadeli stratejik yönetiminden bireysel olarak sorumlu yöneticisidir. Bununla birlikte, yine de Türkiye’deki birçok şirkette üst yönetim takımının başındaki kişi için CEO yerine genel müdür terimi de kullanılmaktadır (Koçel, 2011, s.194). Bu bağlamda, kavram kargaşasına yer vermemek için bu çalışmada üst yönetim takımının başında olan ve şirkette icrada görev alan yöneticilerin en üstündeki yönetici için tepe yöneticisi terimi kullanılacaktır.

Şirketlerin kurumsal başkanı olan tepe yöneticileri, anonim şirketlerde bir kurumsal kontrol mekanizması olan yönetim kurulları ile de yakın ilişki içerisinde. Şirketlerde tepe yöneticinin şirket paydaşları menfaatleri doğrultusunda hareket edip etmediği ve performansı yönetim kurulu tarafından denetlenmektedir. Bu sebepten ötürü, tepe yöneticinin yönetim kurulunda yer alması yönetim kurulunun bir kurumsal kontrol mekanizması olarak görev yapmasına engel teşkil etmektedir (Neumann & Voetmann, 2005, s.28). Buna rağmen, özellikle aile şirketlerinde tepe yöneticisinin aynı zamanda yönetim kurulunda yer alması ve hatta yönetim kurulu başkanı olarak görev yapması sık karşılaşılan bir durumdur. Tepe yöneticisinin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğu durumda, şirketin başarısı her iki görevi de üstlenen yöneticinin üstün başarı göstermesine bağlıdır (Denis, Denis & Sarin, 1997, s.198). Böyle bir durumda, farklı iki pozisyon arasındaki koordinasyon hızlanmakta ve daha hızlı karar alınıp uygulanabilmektedir. Ancak, özellikle aile şirketlerinde tepe yöneticisi değişimi esnasında tepe yöneticisinin performansına göre

karar verilmesi ya da şirket performansı düştüğünde tepe yöneticisinin bundan sorumlu tutulması ender rastlanan bir durumdur (Borokhovic, Parrino & Trapani, 1996, s.339). Bunun dışında, tepe yöneticisinin yönetim kurulunda yer almadığı şirketlerde bile yönetim kurulunun tepe yöneticisini denetlemesi oldukça zor olabilmektedir. Etkili bir tepe yöneticisi, yönetim kuruluna kendisine yakın gördüğü üyelerin atanmasını sağlayabilmekte ve dolayısıyla yönetim kurulu kararlarına tesir edebilmektedir. Bu gibi durumlarda, yönetim kurulunun ve tepe yöneticisinin stratejik fonksiyonları birbirinden ayrılmaz hale gelmekte ve hatta yönetim kurulları adeta tepe yöneticisinin aldığı kararlara imza atan bir mekanizmaya dönüşmektedir (Shen, 2003, s.467).

Tepe Yöneticisi Değişimi

Tepe yöneticisi değişimi şirketin gelecekteki stratejisinin belirlenmesi, şirketin vizyonunun belirlenmesi ve şirket kaynaklarının hangi amaç ile nasıl kullanılacağına belirlenmesi açısından şirket performansı için büyük önem taşımaktadır. Özellikle borsada işlem gören birçok şirkette tepe yöneticisi değişimi öncesi ve sonrası şirket performansı değerlendirilmektedir (Salancik & Pfeffer, 1980, s.654). Şirkete ait hisse senetlerinin beklenen karı ile gerçekleşen hisse değeri arasındaki ilişki tepe yöneticisinin değişim ihtimalini belirlemektedir. Kamuya açıklanan şirkete ait finansal raporlar, tepe yöneticisinin şirket stratejisini belirlemesinde ve kendi pozisyonunu güvence altına alması açısından alacağı kararlarda bağlayıcı olmaktadır (Warner, Watts & Wruck, 1988, s.466). Şirket performansını gösteren raporlar, tepe yöneticisini gözlemekle yükümlü olan yönetim kurulu için de en önemli bilgi kaynaklarından biri olmaktadır (Huson, Malatesta & Parriono, 2004, s.240).

Son yıllarda yapılan araştırmalar dünya genelinde tepe yöneticisinin görev süresinin kısaltıldığına işaret etmektedir. Özellikle şirketler büyüdükçe ve organizasyon yapısı karmaşıktıkça şirketlerin daha sık tepe yöneticisi değiştirmeye meyilli olduğu gözlemlenmektedir. Türkiye’ de de tepe yöneticilerinin değişim hızı Dünya’ daki ile benzer şekilde artış göstermektedir. Yine de Türkiye’ deki tepe yöneticilerinin yurtdışındaki şirketlerde görev yapan tepe yöneticilerine göre daha az baskı hissettikleri ve görev süreleri dolmadan görevden ayrılma kararlarının daha nadir olduğu iddia edilmektedir (Doğan, Veysel & Ağca, 2013, s.1). Literatürde, tam olarak genellikle düşük performans gösteren şirketlerde tepe yöneticisi değiştirme oranının daha yüksek olabileceği iddia edilirken, yüksek performans gösteren şirketlerde de tepe yöneticisi değiştirme oranının yüksek olabileceği sonucuna ulaşan çalışmalar vardır (Lausten, 2002, s.392) .

Tepe yöneticisi değişiminin esas olarak performansa bağlı olduğu

gözlemlenmektedir. Bu gibi durumlarda tepe yöneticisinin normal şartlar altında emeklilik yaşını doldurmadan ayrılması söz konusudur. Eğer tepe yöneticisi emeklilik yaşını doldurana kadar aynı şirkette görev yapıyorsa bu durumu tepe yöneticisinin performansı ile açıklamak mümkün olmamaktadır (Reinganum, 1985, s.48). Düşük performans gösterme durumu dışında ise tepe yöneticisi değişiminin genellikle üç sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, tepe yöneticisinin gönüllü olarak işten ayrılmasıdır. Bu durumda, tepe yöneticisi kendi isteği ve rızası ile hiçbir baskı altında olmadan bulunduğu görevden istifa etmektedir. İkinci sebep, tepe yöneticisinin düşük performans göstermemesine rağmen yönetim kurulu tarafından istifaya zorlanmasıdır. Bu durumda, tepe yöneticisi yönetim kurulunun baskısı ile görevi bırakmak durumunda kalır. Üçüncü ve son sebep ise, tepe yöneticisinin emeklilik yaşı geldiğinde ya da emeklilik yaşı gelmeden önce kendi isteği ile emekli olmasıdır (Leker & Salomo, 2000, s.291). Tepe yöneticisinin düşük performans göstermesi durumunda ise tepe yöneticisinin yönetim kurulunun önceden belirlemiş olduğu performans hedeflerine ulaşamadığı anlaşılmaktadır. Performans hedeflerine ulaşmak tepe yöneticisinin sorumluluğu olduğu için, beklentilerin yerine getirilmemesi nedeniyle tepe yöneticisi görevini bırakmak durumunda kalmaktadır (Carpenter, 2002, s.278). Bu bağlamda, tepe yöneticisi değişimindeki en önemli hususlardan biri görevi bırakan tepe yöneticisi yerine geçecek olan potansiyel tepe yöneticisi adaylarının belirlenmesidir. Potansiyel tepe yöneticisi adayları bazen şirket içinden belirlenebileceği gibi şirket dışından da belirlenebilir. Ancak şirket içinden belirlenen adaylar, şirketin dinamiklerine daha hakim oldukları için dışardan gelebilecek potansiyel adaylara göre daha avantajlı olabilmektedirler (Zhang & Rajagopalan, 2004, s.484). Bununla birlikte, tepe yöneticisi değişiminin sadece bu göreve talip olan şahsı etkilemediği, şirketin üst yönetim takımında da bazı değişikliklere yol açabilmektedir. Şirket dışından aday gösterilen bir yöneticinin tepe yöneticisi konumuna getirilmesi, üst yönetim takımında bazı yöneticilerin değiştirilmesi ve hatta şirketin örgüt yapısının değiştirilmesine sebebiyet verebilecektir (Helmich & Brown, 1972, s.371).

Öte yandan, bu çalışmada tepe yöneticisi değişimlerinin sebepleri ve yeni atanan tepe yöneticisinin şirket içerisinden olup olmadığı göz ardı edilmiştir. Bunun nedeni ise, incelenen şirketlerin faaliyet raporlarında ya da web sitelerinde tepe yöneticisi değişiminin sebebinin ve yeni atanan tepe yöneticisinin şirket içinden mi şirket dışından mı olduğunun net olarak belirtilmemiş olmasıdır. Dolayısıyla, çalışmada tepe yöneticisi değişiminin nedenlerindeki farklılıklar ve yeni atanan tepe yöneticinin içerden olup olmaması etkin bir unsur olmaktan çıkarılmıştır.

Tepe Yöneticisi Değişimi ile Şirket Başarısı İlişkisi

Tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisi genel olarak vekalet teorisiyle açıklanmaktadır. Şirketler büyüdüklerinde, sahiplik ve kontrol mekanizması ayrılmış ve bunun sonucu olarak da başta tepe yöneticisi olmak üzere icrada görevli olan üst düzey yöneticilerin şirket hissedarlarının aleyhine ve kendi çıkarları doğrultusunda yönetmelerine yol açabilmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulu tepe yöneticisini kontrol eder ve şirketin hissedar menfaatleri doğrultusunda yönetilmediğine hüküm verirse tepe yöneticisinin görevine son verebilir. (Berle & Means, 1932, s.88).

Literatürde tepe yöneticisi değişimi ve şirket performansı ilişkisine yönelik Türkiye’ de yapılmış birkaç ampirik çalışma, Türkiye dışında ise birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Çalışmaların sonuçlarına bakıldığında, özellikle Türkiye dışında yapılan çalışmaların büyük çoğunluğunda, düşük performans gösteren şirketlerde tepe yöneticisi değiştirme oranının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ancak, Türkiye’ de tepe yöneticisi değişimi ve şirket performansı arasında anlamlı bir ilişkinin tespit edilmediği ve yine tepe yöneticisi değişiminin şirket başarısını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar da bulunmaktadır. Dolayısıyla, düşük performans gösteren şirketlerde tepe yöneticisi değiştirme oranının daha yüksek olabileceği gibi kesin bir yargıya varmak çok doğru olmayacaktır.

Kato ve Long’ un 2006 yılında yayınlanan makalesinde Çin’ de 1999-2002 yılları arasında 638 şirket üzerinde CEO değişimi ile kurumsal şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, şirket performansı varlıkların getiri oranı (return on assets), satış hacmi, kar marjı ve satış büyüme hızı gibi kriterlerle belirlenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, 0,05 anlamlılık düzeyinde CEO değişimi ile varlık getiri oranı arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki (0,741) tespit edilirken, yine 0,05 anlamlılık düzeyinde CEO değişimi ile kar marjı arasında negatif yönlü ve zayıf bir ilişki (0,197) tespit edilmiştir (Kato & Long, 2006, s.812).

Turan’ ın 2006 yılında Türkiye’ de yaptığı çalışmada o zamanki ismi ile İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)’ de yer alan 142 şirketin 1998-2003 yılları arasındaki tepe yöneticisi değişim oranı ile şirket performansı ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada, şirket performansı karlılık oranları ile ölçülmüş ve şirketler karlılık oranlarına göre sıralanmıştır. Yapılan regresyon analizi ve Mann Whitney U analizi sonucunda tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir (Turan, 2006, s.79).

Fang ve Yang’ ın 2008 yılında yaptıkları çalışmada Tayvan Borsa’

ına kayıtlı 191 elektronik şirketi üzerinde yaptıkları çalışmada CEO' ların değişim oranı ile şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada şirket performansı, hisse senedi getiri oranı ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, 0,05 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü zayıf bir ilişki tespit edilmiştir (Wang & Yang, 2008, s.461).

Menteş' in Türkiye' de 2008 yılında İMKB endekslerinde yer alan 239 şirket üzerinde 2002-2006 (5 yıllık) verilerle yaptığı çalışmada tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmada şirket performansı faiz ve vergi öncesi karın varlıklara oranı (EBIT/Assets) ve satışlardaki değişim oranı kullanılmıştır. Yapılan diskriminant analizi sonucunda tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir (Menteş, 2008, s.188).

Shen ve Lin' in 2009 yılında, 1999-2002 dönemi için Çin' de 1203 şirkette tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı ilişkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada şirket performansı varlık getiri oranı (ROA) ve hisse başına kazanç (EPS) ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, 0,05 anlamlılık düzeyinde tepe yöneticisi değişimi ile varlık getiri oranı arasında pozitif yönlü zayıf (0,02) bir ilişki tespit edilmiştir (Shen & Lin, 2009, s.443).

Gökmen ise 2010 yılında Türkiye' de yaptığı çalışmada tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada nitel analiz tekniği uygulanmış ve Ankara' da süt ürünleri satan bir şirketin üst düzey yöneticileri ile derinlemesine mülakat ile veri toplanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, tepe yöneticisi değişiminin kaynak kullanımını ve verimliliğini artırdığı ve bu durumun da şirket performansını olumlu olarak etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmada şirketin performans artışı, şirketin ürün gamının genişlemesi, satışların artması ve dağıtım ağıının genişlemesi gibi etkenler göz önünde bulundurularak gözlemlenmiştir (Gökmen, 2010, s.10).

Boyne ve diğerlerinin 2011 yılında İngiltere' de 148 kamu şirketinde tepe yöneticisi değişimi ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada, kamu şirketlerinin performansı hizmet performansı skorları ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucunda yüksek hizmet performansı gösteren şirketlerin daha az tepe yöneticisi değiştirdikleri tespit edilmiş ayrıca yüksek hizmet performansı gösteren şirketlerin tepe yöneticisi değiştirmesi sonucunda performanslarının düştüğü de gözlemlenmiştir (Boyne, James, John & Petrovsky, 2011, s.572).

Kaplan ve Minton' un 2012 yılında yayınlanan çalışmasında ise, 1992-2005 verileri kullanılarak A.B.D' de Fortune 500 şirketleri üzerinde

yapan CEO' ların değişim oranı ile şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada şirket performansı, varlıkların getiri oranı ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, CEO değişim oranı ile ROA arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde negatif yönlü zayıf (0,03) bir ilişki tespit edilmiştir (Kaplan & Minton, 2012, s.57).

Durukan ve diğerlerinin 2012 yılında 1996-2007 yılları verileri ile İMKB' de yaptıkları çalışmada tepe yöneticisi ile şirket performansı ilişkisi analiz edilmiştir. Çalışmada şirket performansı varlıkların getiri oranı (ROA) ile ölçülmüştür. Yapılan multinominal lojistik regresyon analizi sonucunda, 0,05 anlamlılık düzeyinde tepe yöneticisi değişim sıklığı ile şirket performansı arasında negatif yönlü zayıf (0,07) bir ilişki tespit edilmiştir (Durukan, Özkan & Dalkılıç, 2012, s.433).

Jenter ve Kaan' ın 2015 yılında yayınlanan makalesi, 1993-2009 yılları arasında A.B.D' de Standard & Poor endeksindeki 3042 şirkete görev yapan CEO' ların değişim oranı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada şirket başarısı, satış hacmi ve hisse senedi getiri oranı ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, düşük performans gösteren şirketlerin daha sık CEO değiştirdiği tespit edilmiştir (Jenter & Kanaan, 2015, s.2182).

Jenter ve Lewellen' in 2017 yılında Standard & Poor endeksindeki yer alan 3152 şirkette CEO değişim oranı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada şirket performansı şirketin defter değeri (book value), defter değerinin şirketin market değerine oranı (book-to-market) ve varlıkların getiri oranı ile ölçülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, 0,05 anlamlılık düzeyinde CEO değişim oranı ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir (Jenter & Lewellen, 2017, s.21).

Araştırma

Bu bölümde araştırmanın amacı ve önemi, araştırmanın modeli, değişkenleri ve hipotezleri, metodolojisi ve bulgularına yer verilmiştir.

Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın amacı, Türkiye'nin en büyük sanayi şirketleri sayılan İSO 500 şirketlerinde şirket başarısı ve borsada işlem görmesine göre tepe yöneticisi değişim oranının farklılaşıp farklılaşmadığını tespit etmektir. Çalışmada İSO 500 şirketlerinin 2007-2017 döneminde (10 yıl boyunca) tepe yöneticisi değiştirme oranı tespit edilmiş ve bu oran ile İSO 500 başarı sırası arasındaki ilişki incelenmiştir. Literatürde daha önce tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar bulunmasına rağmen, bu çalışmalar bu iki değişken arasındaki ilişkiyi kısa

dönem için (genellikle 5 yıl) incelemişlerdir. Bunun dışında, özellikle Türkiye’ de yapılan çalışmalarda, söz konusu iki değişken arasındaki ilişki İMKB şirketleri için araştırılmıştır.

Bu bağlamda, bu çalışmanın, gerek tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisinin incelendiği zaman aralığı (10 yıl) gerekse de ilişkinin incelendiği örneklem (İSO 500 şirketleri) bakımından literatüre katkı sağlayabileceği öngörülmektedir.

Araştırmanın Modeli, Değişkenleri ve Hipotezleri

Araştırmanın modeline aşağıda Şekil 1’ de yer verilmiştir. Araştırmada tepe yöneticisi değişimi bağımlı değişken, şirket başarısı ve şirketin borsada işlem görüp görmemesi bağımsız değişken olarak kabul edilmiştir.

Şekil 1: Şirket başarısı ve borsada işlem görme ile tepe yöneticisi değişimi ilişkisi

Şekil 1’ de gösterilen model doğrultusunda aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

Hipotez1: Farklı başarı seviyesindeki şirketlerin ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Hipotez2: Borsada işlem gören İSO 500 şirketlerinin ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranı ile borsada yer almayan İSO 500 şirketlerinin ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Araştırmanın Metodolojisi ve Bulguları

Araştırmanın örneklemini İSO 500 şirketleri oluşturmaktadır. Çalışmada şirket başarısı ve şirketlerin borsada işlem görmesi ile tepe

yöneticisi değişimi arasındaki ilişkiyi analiz etmek için ikincil veriler kullanılmıştır. Bu bağlamda, bağımlı değişkene ait veri toplamak için İSO 500 şirketlerinin 2007-2017 (10 yıl) döneminde kaç kez tepe yöneticisi değiştirdikleri tespit edilmiştir. Bu şekilde şirketlerin 2007-2017 dönemi boyunca faaliyet raporları ve şirket web siteleri incelenmiştir. 2007-2017 dönemi boyunca tepe yöneticisi değişimi bilgilerine ulaşılan 210 şirket tespit edilmiştir. Bu şekilde, tepe yöneticisi değişiminde 210 şirketin 10 yıllık verilerinin ortalaması alınmıştır.

Geri kalan 290 şirketin ise 2007-2017 dönemi içerisinde kaç kez tepe yöneticisi değiştirdiği şirketler tarafından kurumsal web sitelerinde ya da faaliyet raporunda açıklanmadığı için tespit edilememiştir.

Şirket başarısını ölçmek için ise İSO 500' ün şirketler için yaptığı sıralama kullanılmıştır. İSO 500' ün sıralamasında şirketler, üretimden satışlar, net satışlar, brüt katma değer, öz kaynak, aktif toplamı, dönem karı/zararı, favök (faiz, vergi öncesi kar) ve ihracat tutarlarına göre sıralanmıştır.

Tüm bu kriterlerin ortalaması alınarak, İSO 500 sıralamasında ilk çeyrekte yer alan şirketler (en başarılı %25) birinci grupta, ikinci/ üçüncü çeyrekte yer alan şirketler (orta seviyede başarı gösterenler) ikinci grupta ve son çeyrekte yer alan şirketler (en başarısız % 25) üçüncü grupta olmak üzere üç ayrı grupta (EK 1' deki link açılarak tüm kriterlere göre İSO 500 sıralamasına ulaşılmaktadır) toplanmıştır (Pekdemir & Turan, 2015, s.53).

Şirketlerin borsada işlem görüp görmediği bilgisine ise KAP (Kamu Aydınlatma Platformu)' tan ulaşılmıştır. Aşağıda Tablo1' de birinci, ikinci ve üçüncü grup şirketlere ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

Tablo 1: Tanımlayıcı istatistikler

	N	Ort.	St. Sapma	St. Hata	Alt Sınır	Üst Sınır
1.Grup	64	1,1563	1,02692	0,12836	0,8997	1,4128
2.Grup	95	0,8842	1,01963	0,10461	0,6765	1,0919
3.Grup	51	0,6863	0,78715	0,11022	0,4649	0,9077
Toplam	210	0,9190	0,98220	0,06778	0,7854	1,0527

Yukarıda Tablo 1' de görüldüğü gibi en yüksek tepe yöneticisi değiştirme ortalaması birinci gruptaki şirketlere ait olurken, en düşük tepe

yöneticisi değiştirme oranı üçüncü gruptaki şirketlerdedir¹.

Çalışmada gruplar arasında tepe yöneticisi değiştirme oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunup bulunmadığını tespit etmek için ise varyans analizi (ANOVA) uygulanmıştır. Aşağıda Tablo 3' de ANOVA analizine ait sonuçlar paylaşılmıştır.

Tablo 3: Varyans analizi (ANOVA) sonuçları

ANOVA					
Tepe yöneticisi değişimi					
	Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler ortalaması	F.	Sig.
Gruplar arası	6,480	2	3,240	3,437	0,034
Gruplar içi	195,144	207	,943		
Toplam	201,624	209			

Tablo 3' den anlaşılabacağı gibi gruplar arasında tepe yöneticisi değiştirme oranları arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde (sig. 0,034 $\leq$ 0,05) istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Varyans analizinde değişkenlere ait varyansların homojen olup olmadığının tespit edilmesi için ise Levene testi uygulanmıştır. Levene testi sonucu ise aşağıda Tablo 4' te gösterilmiştir.

Tablo 4: Levene Testi sonuçları

Levene Statistics	df1	df2	Sig.
1, 071	2	207	0,345

Yukarıda Tablo 4' de görüldüğü gibi 0,05 anlamlılık düzeyinde Sig. 0,345 $\geq$ 0,05 olduğundan varyansların homojen olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sebepten dolayı, gruplar arasındaki anlamlı farkların sebebini anlamak için Post-Hoc testlerinden LSD testi uygulanmıştır. Aşağıda Tablo 5' de LSD testi sonuçları paylaşılmıştır.

¹ Örneğin 1. Grup şirketleri için her şirketin 10 yılda ortalama kaç kez tepe yöneticisi değiştirdiği hesaplanmış ve ortalaması alınarak sonuç 1.15 çıkmıştır. Aynı işlem 2. Ve 3. Grup şirketlere de uygulanmıştır.

Tablo 5: LSD Testi sonuçları

Post Hoc Tests						
Multiple Comparisons						
Bağımlı Değişken:	Tepe yöneticisi değişimi					
LSD						
(I) sıralama		Ortalama Farkı (I-J)	Std. Hata	Sig.	95% Güven Aralığı	
					Alt Sınır	Üst Sınır
1,00	2,00	,27204	,15701	,085	-,0375	,5816
	3,00	,46998*	,18225	,011	,1107	,8293
2,00	1,00	-,27204	,15701	,085	-,5816	,0375
	3,00	,19794	,16855	,242	-,1344	,5302
3,00	1,00	-,46998*	,18225	,011	-,8293	-,1107
	2,00	-,19794	,16855	,242	-,5302	,1344

*Ortalamalar arasındaki fark 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 5’ de görüldüğü gibi grupların ortalaması arasındaki anlamlı farklılık birinci ve üçüncü grupların ortalamaları arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. 0,05 anlamlılık düzeyinde birinci grubun ortalaması ile üçüncü grubun ortalaması arasında 0,46998 kadar bir fark görülmektedir. Diğer bir ifade ile ISO 500 şirketleri sıralamasında ilk çeyrekte yer alan şirketlerin (en başarılı %25) ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranı, sıralamada son çeyrekte yer alan şirketlerin (en başarısız %25) ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranına göre 0,46998 daha fazladır. Bu sonuçlara göre, Hipotez 1 kabul edilmektedir.

2H₁ hipotezinin test edilmesi için ise T-testi kullanılmıştır. ISO 500 sıralamasında yer alan şirketler iki gruba ayrılmıştır. Birinci grupta yer alan şirketler borsada işlem gören şirketler, ikinci grup ise borsada işlem görmeyen şirketler olarak tanımlanmıştır. Aşağıda Tablo 6’ da gruplara ait istatistiki değerler verilmiştir.

Tablo 6: Gruplara ait istatistik değerleri

Group Statistics					
borsa		N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata ort.
Tepe yöneticisi değişimi	1,00 (borsada işlem gören)	73	1,5342	1,13140	,13242
	2,00 (borsada işlem görmeyen)	137	,5912	,70246	,06002

Tablo 6’ da görüldüğü gibi İSO 500 sıralamasında verilerine ulaşılan 210 şirketten 73 şirket borsada işlem görmekte olup bu şirketler çalışmada birinci grup şirketler olarak sınıflandırılmıştır. Birinci grup şirketlerin tepe yöneticisi değiştirme oranı 2007-2017 yılları dönemi için 1,53 tür. Verilerine ulaşılan geriye kalan 137 şirket ise borsada işlem görmediği için ikinci grup şirket olarak sınıflandırılmıştır. İkinci grup şirketlerin 2007-2017 yılları dönemi için tepe yöneticisi değiştirme oranı ise 0,59 dur. Aşağıda Tablo 7’ de iki grup arasındaki farkın anlamlılığı bağımsız örneklem t- testi ile sınınmıştır.

Tablo 7: Bağımsız rneklem T-Testi Sonuçları

Bağımsız rneklem T-Testi										
		Varyansların eşitliği için Levene Testi	Ortalamaların eşitliği için t-testi							
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Ortalama Farkı	Std. Hata Farkı	95% Güven Aralığı	
									Alt	st
Tepe yöneticisi değişimi	Varyansların eşit olduğu varsayımı	27,542	0,000	7,437	208	0,000	0,94301	0,1268	0,69302	1,19299
	Varyansların eşit olmadığı varsayımı			6,486	102,33	0,000	0,94301	0,1454	0,65465	1,23137

Yukarıda Tablo 7' den anlaşılabacağı gibi 2007-2017 yılları arasında İSO 500 listesinde yer alan ve borsada işlem gören şirketler (birinci grup), İSO 500 listesinde yer alan ancak borsada işlem görmeyen şirketlere göre ortalama 0,94 oranında daha fazla tepe yöneticisi değiştirmiştir. 0,05 anlamlılık düzeyinde bu fark anlamlı bir farktır ($0,000 \leq 0,05$). Bu şekilde Hipotez 2 de kabul edilmektedir.

Sonuç

Tepe yöneticisi, yönetim takımının liderliğini üstlenen, şirket için stratejik kararlar alan bu kararların neticesine bağlı olarak ortaya çıkan şirket performansından birinci derecede sorumlu olan yöneticidir. Tepe yöneticisi değişimi ise, şirketlerde yaşanan değişimlerden en önemlilerinden biri arasında gösterilmektedir. Tepe yöneticisi değişimi şirketin gelecekteki stratejisinin belirlenmesi, şirketin vizyonunun belirlenmesi ve şirket kaynaklarının hangi amaç ile nasıl kullanılacağına belirlenmesi açısından değişikliklere neden olabileceği için şirket performansının da bu değişikliklerden etkilenmesi muhtemeldir. Tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında, çalışmaların çoğunda şirket performansının düştükçe şirketlerin tepe yöneticisi değiştirme ihtimalinin artabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, literatürde (az da olsa) tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı arasında pozitif ilişkinin tespit edildiği çalışmalar da bulunmaktadır. Dolayısıyla, literatürde tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisi konusunda hala kesinleşmiş bir yargıya varmak mümkün değildir. Bu bağlamda, bu çalışmanın tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı arasındaki ilişkiyi güncel veriler ile diğer çalışmalara göre daha uzun bir zaman aralığı için (2007-2017 dönemi için) ve daha önce çalışılmamış bir örneklem için (İSO 500 şirketleri) incelemiş olmasının mevcut literatüre katkı sağlayabileceği öngörülmüştür.

Çalışmada ikincil verilerden yararlanılmış olup, şirketlerin 2007-2017 dönemi boyunca faaliyet raporları ve kurumsal web siteleri incelenmiştir. Bu şekilde, 2007-2017 dönemi boyunca tepe yöneticisi değişimi bilgilerine ulaşılan 210 şirket tespit edilmiştir. Bilgilerine ulaşılan 210 şirketin İSO 500 sıralamasındaki yerleri tespit edilmiş ve şirketler üç grupta toplanmıştır. İlk grupta, sıralamada ilk çeyrekte yer alan şirketlere (en başarılı %25'lik dilim) yer verilirken, ikinci grupta sıralamada ikinci ve üçüncü çeyrekte yer alan şirketlere (orta seviyede başarı gösterenler) yer verilmiş ve son olarak üçüncü grupta son çeyrekte yer alan şirketlere (en başarısız % 25'lik dilim) yer verilmiştir. Yapılan varyans analizi (ANOVA) sonucunda, sıralamada ilk çeyrekte yer alan şirketlerin ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranının, son çeyrekte yer alan şirketlerin ortalama tepe yöneticisi değiştirme oranına göre anlamlı bir şekilde farklılık gösterdiği

tespit edilmiştir. Varyans analizi sonucuna göre ilk çeyrekte yer alan şirketlerin tepe yöneticisi değiştirme oranı son çeyrekte yer alan şirketlerin tepe yöneticisi değiştirme oranına göre göre 0,46998 daha fazladır. Bu sonuç, İSO 500 örneklemindeki başarılı şirketlerin başarısız şirketlere göre daha sık tepe yöneticisi değiştirdiğine işaret etmektedir. Bu sonucun ise iki nedenden kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Bunlarda ilki, ilk çeyrekte yer alan başarılı şirketlerin kurumsallaşma düzeylerinin başarısız şirketlere göre daha yüksek olabileceğinden daha profesyonelce yönetildikleri ve sonuç olarak gerekli görüldüğü zamanlarda tepe yöneticisi değiştirebildikleridir. İkinci nedeni ise, başarısız şirketlerin patron şirketi mantığıyla yönetilmeye meyilli olduğundan tepe yöneticisi başarısız olsa bile şirketin kurucusuyla informal ilişkileri olabileceğinden başarısız olduğunda bile pozisyonunu koruyabilmesidir.

Bu bağlamda, bu çalışmanın sonucu Gökmen' in 2010 yılında Türkiye' de yaptığı nitel çalışmanın sonucu ile ve Fang ve Yang' ın 2008 yılında Tayvan' da yaptığı çalışmanın sonucu ile benzerlik göstermiştir. Bu benzerliklerin, tepe yöneticisi değiştirme ile şirket başarısı ilişkisinde Türkiye ve Tayvan gibi gelişmekte olan ülkelerdeki başarılı şirketlerin performans düşüşünde tepe yöneticisini sorumlu tuttukları ve gerekli zamanlarda tepe yöneticisi değiştirerek şirket başarılarını arttırdıklarından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, çalışmanın sonucu, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeki başarılı şirketlerin daha profesyonelce yönetildiği ve bunun yansıması olarak da gerekli zamanlarda tepe yöneticisi değişimine giderken, başarısız şirketlerin patron şirketi mantığıyla yönetildiği ve dolayısıyla şirket sahibi ile gayri resmi ilişkileri olabilecek tepe yöneticilerinin başarısız olmalarına rağmen görevde kalabilecekleri şeklinde de yorumlanabilmektedir. Öte yandan, bu çalışmanın sonucu Türkiye' de Turan' ın 2006 yılındaki çalışmasının sonucundan, Menteş' in 2008 yılında yaptığı çalışmanın sonucundan ve Durulan ve diğerlerinin 2012 yılında yaptığı çalışmanın sonucundan farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların nedeninin ise söz konusu üç çalışmanın da örnekleminin İMKB şirketlerinden oluşuyor olması, bu çalışmanın örnekleminin ise İSO 500 şirketlerinden oluşuyor olması düşünülmektedir. Ayrıca, yine bu çalışmanın sonucunun Türkiye dışında bu konuyla ilgili yapılan diğer çalışmaların sonucundan Tayvan örneği haricinde yine farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların yine örneklem farklılığından kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

Öte yandan, çalışmada ayrıca İSO 500 sıralamasında yer alan şirketlerin borsada işlem görme durumuna göre tepe yöneticisi değiştirme oranı da incelenmiştir. Bu şekilde, KAP' tan bilgilerine ulaşılan 210 şirket

borsada yer alıp almamalarına göre de iki grupta toplanmıştır. Buna göre borsada yer alan 73 şirket birinci grupta yer alırken, geriye kalan 137 şirket ikinci grupta yer almıştır. Yapılan T- testi analizi sonucuna göre, borsada yer alan İSO 500 şirketleri ile borsada yer almayan İSO 500 şirketlerinin tepe yöneticisi değiştirme ortalamaları arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. İSO 500 listesinde yer alan ve borsada işlem gören şirketler (birinci grup), İSO 500 listesinde yer alan ancak borsada işlem görmeyen şirketlere göre ortalama 0,94 oranında daha fazla tepe yöneticisi değiştirmiştir. Bu sonuç, borsada işlem gören şirketlerin borsa şirketleri için uygulanan kurumsal yönetim mekanizmaları sonucunda daha profesyonelce yönetildiklerini ve bunun yansıması olarak da tepe yöneticisinin daha iyi denetlenebileceği ve gerekli görülen durumlarda (tepe yöneticisinin şirketi şirket hissedarlarının menfaatlerinden çok kendi menfaatini düşündüğü durumlarda) tepe yöneticisi değişiminden kaçınılmadığını düşündürmektedir. Dolayısıyla, şirket özellikle mali durumunun kötüye gittiğini öngördüğü durumlarda tepe yöneticisi değişikliğine giderek mevcut durumun daha da kötüye gitmesini engellemekte ve uzun vadede başarıya ulaşabilmektedir. Benzer şekilde, bu sonuç yine borsada yer almayan şirketlerin kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulama zorunluluğu olmadığından profesyonelleşmenin tam anlamıyla yerleşmediği ve bunun yansıması olarak da tepe yöneticisinin kötü performans gösterse bile uzun yıllar koltuğunu koruyabileceğine işaret etmektedir.

Bununla birlikte, bu çalışmada İSO 500 şirketlerinin tamamı sanayi şirketlerinden oluştuğu için tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisi de sanayi sektörü üzerinde incelenmiş, sanayi şirketleri sektörlerine göre kendi içinde sınıflandırılmamıştır. İleride bu konuda yapılacak çalışmalar tepe yöneticisi değişimi ile şirket başarısı ilişkisini sektörel bazda ele alabilir ve hatta finans şirketleri üzerinde de söz konusu değişkenler arasındaki ilişki incelenebilir. Bunun dışında özellikle Türkiye’ de bu konuyla ilgili yapılacak ampirik çalışmalarda şirket başarısı tepe yöneticisi değişiminden önce ve sonra olmak üzere iki ayrı zaman diliminde incelenebilir. Şirket başarısının şirket başarısının tepe yöneticisi değişiminden öncesi ve sonrası olarak incelenmesi iki değişken arasındaki ilişkinin daha net anlaşılması açısından büyük yarar sağlayabileceği öngörülmektedir².

² Büyük sanayi kuruluşları için bakınız: <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu/2016/>

KAYNAKLAR

- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. New York: McMillan
- Borokhovic, K. A., Parrino, R. & Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (3), 337-355.
- Boyne, A., James, O., John, P. & Petrovsky, N. (2011). Top management turnover and organizational performance: A Test of Contingency Model. *Public Administration Review*, 71 (4), 572-581.
- Carpenter, M. A. (2002). The implications of strategy and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 23(3), 278-284.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193-221.
- Doğan, M. & Ağca, V. (2013). The Effect of degree of CEO turnover on firm performance in high-tech vs. low-tech firms: Evidence from Turkey. *International Conference Economic and Social Studies*, (1), 1-9.
- Durukan, B., Özkan, S. & Dalkılıç, F. (2012). CEO turnover and corporate performance relationship in pre-and post- IFRS Period: evidence from Turkey. *Journal of Business Economics and Management*, 13(3), 421-442.
- Ensley, M. D., Pearson, A. W. & Amason, A.C. (2002). Understanding the dynamics of new venture top management teams: cohesion, conflict and new venture performance. *Journal of Business Venturing*, 17(4), 365-386.
- Fry, F. L., Stoner, C. R. & Hattwick, R.E. (2009). *Business: An integrative approach*. New York: McGraw-Hill.
- Gökmen, A. (2010). Yönetici değişiminin işletme performansına etkisi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, (2), 11-17.
- Helmich, D. & Brown, W. B. (1972). Successor type and organizational change in the corporate enterprise. *Administrative Science Quarterly*, 17(3), 371-381.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H. & Parrino, R. (2004) Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275.
- Jenter, D. & Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184.
- Jenter, D. & Lewellen, K. A. (2017). Performance-induced CEO turnover. *CEPR Discussion Paper*, No: DP12274, 1-44.
- Kaplan S. N. & Minton, B. A. (2012). How has CEO turnover changed ? *International Review of Finance*, 12(1), 57-87.
- Kato, T. & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance and enterprise reform in China: Evidence from New Micro Data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.
- Khandawalla, P.N. (2004). Competencies for senior manager roles. *Vikalpa*, 29(4), 11-24.
- Koçel, T. (2011). *İşletme yöneticiliği*. İstanbul: Beta Basın Yayım.
- Lausten, M. (2002). Ceo turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial*

- Organization*, 20(3), 391-414.
- Leker, J. & Salomo, S. (2000). CEO Turnover and corporate performance. *Scandinavian Journal of Management*, 16(3), 287-303.
- Li, J., Xin, K. R., Tsui, A. & Hambrick, D.C. (1999). Building effective international joint venture leadership teams in China. *Journal of World Business*, 34(1), 52-68.
- Menteş, S. A. (2008). *Kurumsal yönetim etkinlik aracı olarak tepe yöneticisi değişimi: Türkiye uygulaması*. Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Neumann, R. & Voetmann, T. (2005). Top executive turnovers: Separating decisions and control rights. *Managerial and Decision Economics*, 26(1), 25-38.
- Pekdemir, I. M. & Turan, A. (2015). The relationships among love of money, Machiavellianism and unethical behavior, *Canadian Social Science*, 11(6), 48-59.
- Puffer, S. M. & Weintrop, J.B. (1991). Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly*, 36(1), 1-19.
- Reinganum, M. R. (1985). The Effect of executive succession on stockholder wealth. *Administrative Science Quarterly*, 30(1), 44-60.
- Salancik, G. & Pfeffer, J. (1980). Effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations. *Academy of Management Journal*, 23(4), 654-664.
- Shen, W. & Canella, A. A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover and departing CEO Tenure. *Academy Of Management Journal*, 45(4), 717-733.
- Shen, W. (2003). The dynamics of the CEO-board relationship: An evolutionary perspective. *Academy of Management Review*, 28(3), 466-476.
- Shen, W. & Lin, C. (2009). Firm profitability, state ownership, and top management turnover at the listed firms in China: A behavioral perspective. *Corporate Governance*, 17(4), 443-456.
- Turan, G. (2006). *Şirketlerin performansı, yönetim yapıları ve üst düzey yönetici değişimleri arasındaki ilişkinin analizi*. Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Wang, Y.H., & Yang, S.F. (2008). Stock price reaction and CEO turnover: The experience of Taiwanese listed electronic companies. *Journal of Statistics and Management Systems*, 11(3), 457-467.
- Warner, J.B., Watts, R. L. & Wruck, K.H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 492-661.
- Zhang, Y. & Rajagopalan, N. (2004). When the known devil is better than an unknown god: An empirical study of the antecedents and consequences of Relay CEO successions. *Academy of Management Journal*, 47(4), 484-485.